

物业管理业

报告原因：研究报告

2017年9月29日

市场数据：2017年9月29日

总股本/流通股本（亿股）	0.5/0
总市值/流通市值（亿元）	
收盘价（元）	
所属分层	基础层
转让方式	协议
挂牌日期	2017.3.16

基础数据：2017年6月30日

每股净资产（元）	2.12
每股资本公积（元）	0.45
每股未分配利润（元）	0.62

公司股票今年以来表现

分析师

平海庆

执业证书编号：S0760511010003

Tel: 010-83496341

E-mail: pinghaiqing@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心

A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

鑫苑股份（870929）

国内知名物业管理企业

增持

首次

公司研究/深度报告

投资要点：

- **国内知名物业管理企业。**公司是一家注册地在河南郑州的物业管理企业，在中国物业协会发布的《2016 中国物业服务百强企业研究报告》中排名第 14 位。截至 2017 年 6 月 30 日，公司已在郑州、济南、苏州、合肥、成都、昆山、徐州、北京、天津、西安、三亚、上海、长沙等地成立了 23 家分公司，在管理和服务的项目共计有 93 个，委托管理面积近 3,000 万平方米。
- **控股股东为国内第一家在纽交所上市房企。**公司实际控制人为鑫苑置业，为国内第一家在纽交所上市的房地产开发企业，目前，海外业务分布于美国纽约、洛杉矶、雷诺以及马来西亚等地；国内项目分布于北京、上海、天津、郑州、济南、西安、苏州、成都、长沙、三亚等 16 个城市，累计开发项目 51 个，累计开发面积近 2000 万平米，其中大部分由鑫苑股份提供物业服务，是公司物业项目主要来源。
- **盈利能力还有提升空间。**由于品牌优势和较低的人力成本，在新三板挂牌的前 20 家物业管理企业中，公司毛利率排在第 6 为，处于行业较高水平。但在管理费用方面，公司管理费用率则高于行业平均水平，如果提升管理能力，加强管理费用控制，公司盈利能力还有一定提升空间。
- **现金流比较充裕。**作为物业管理型公司，公司一般会预收客户的物业管理费用，而且住宅项目家庭业主交款方式主要是现金和刷卡，因此，公司的现金流比较充裕。
- **盈利预测与投资建议。**根据我们预测，公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.49 元、0.52 元、0.62 元，综合公司的行业地位、发展前景，再结合新三板市场物业管理类公司估值比较，我们认为公司估值给予 18 倍 PE 比较合理，2017 年业绩对应的股价为 8.82 元/股，给予“增持”评级。
- **风险提示。**利用闲置资金进行融产品投资风险、市场竞争风险。

目录

1. 国内知名物业管理企业.....	3
2. 控股股东为国内第一家在纽交所上市房企	4
3. 盈利能力还有提升空间.....	5
4. 现金流比较充裕.....	6
5. 公司盈利预测与估值分析.....	7
6. 风险提示	8

1. 国内知名物业管理企业

鑫苑股份，是一家注册地在河南郑州的物业管理企业，具有国家一级物业管理企业资质，是中国物业管理协会副秘书长单位，在中国物业管理协会发布的《2016 中国物业服务百强企业研究报告》中排名第 14 位。公司主营业务系为住宅、写字楼、综合体等业态项目提供专业的物业管理服务。截至 2017 年 6 月 30 日，公司已在郑州、济南、苏州、合肥、成都、昆山、徐州、北京、天津、西安、三亚、上海、长沙等地成立了 23 家分公司，在管理和服务的项目共计有 93 个，委托管理面积近 3,000 万平方米。

表 1：2016 年中国物业服务前 20 强

排名	单位名称	排名	单位名称
1	万科物业发展有限公司	14	福星智慧家物业服务有限公司
2	绿城物业服务集团有限公司	14	鑫苑物业服务有限公司
3	保利物业管理有限公司	14	佳兆业物业管理（深圳）有限公司
4	长城物业集团股份有限公司	15	深圳市明喆物业管理有限公司
5	广东碧桂园物业服务股份有限公司	15	雅居乐物业管理服务有限公司
6	中海物业集团有限公司	16	四川嘉宝资产管理集团股份有限公司
7	彩生活服务集团有限公司	16	河南建业物业管理有限公司
8	万达物业管理有限公司	17	广东公诚设备资产服务有限公司
9	金科物业服务集团有限公司	17	幸福基业物业服务有限公司
10	深圳市金地物业管理有限公司	18	远洋亿家物业服务股份有限公司
11	中航物业管理有限公司	18	广东众安康后勤集团有限公司
11	华润置地（北京）物业服务有限公司	19	上海锐翔上房物业管理有限公司
12	重庆新龙湖物业服务有限公司	19	山东省诚信行物业管理有限公司
12	招商局物业管理有限公司	20	山东明德物业管理有限公司
13	北京首开鸿城实业有限公司	20	上海东湖物业管理有限公司
13	卓达物业服务股份有限公司		

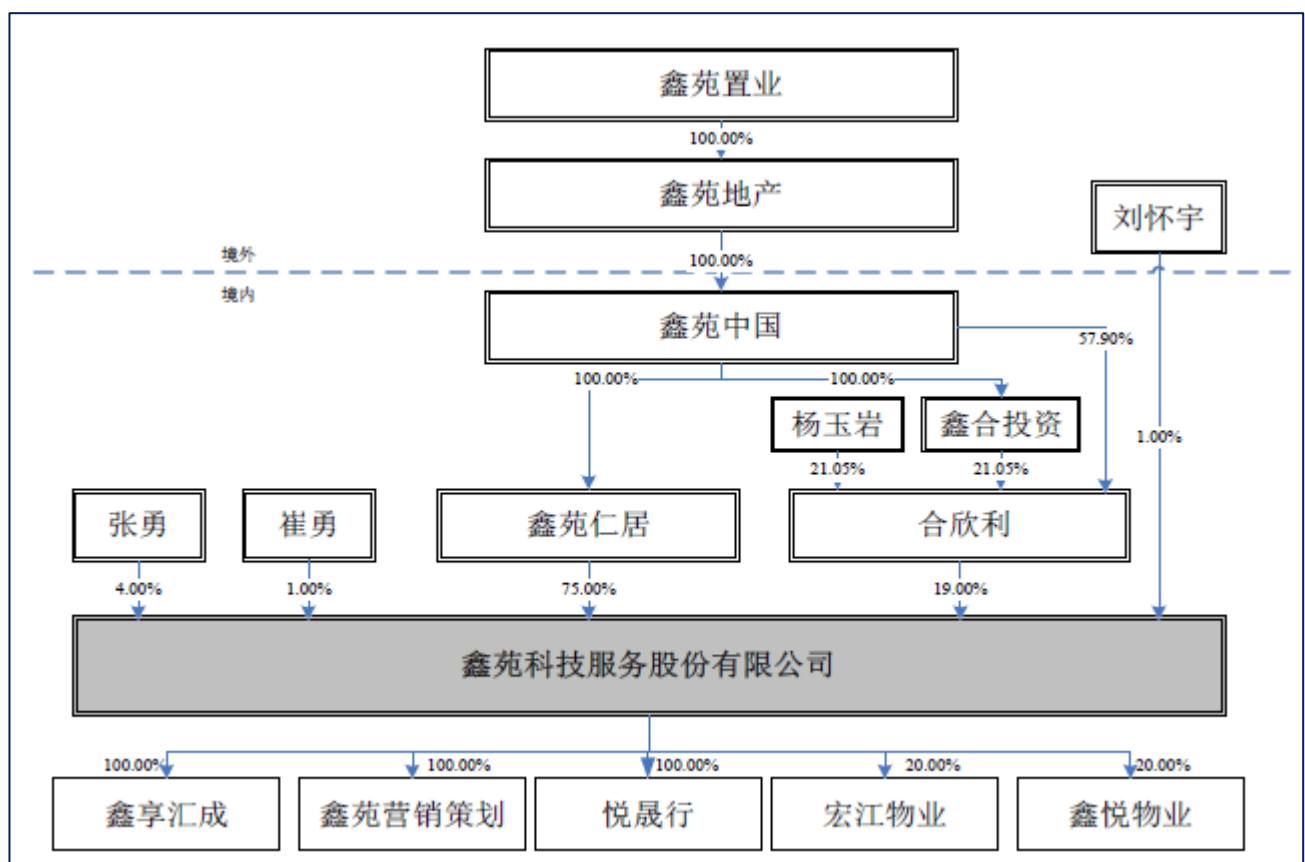
数据来源：中国物业管理协会，山西证券研究所

2. 控股股东为国内第一家在纽交所上市房企

公司实际控制人为鑫苑置业，是一家集地产开发、产城运营、商业管理、物业管理、智慧科技、资产管理、文化院线等多元化业务于一体的国际化集团企业。

鑫苑置业于 2007 年在海外上市，为国内第一家在纽交所上市的房地产开发企业，2012 年开始在美国单独开发项目，目前，海外业务分布于美国纽约、洛杉矶、雷诺以及马来西亚等地。鑫苑置业国内项目分布于北京、上海、天津、郑州、济南、西安、苏州、成都、长沙、三亚等 16 个城市，累计开发项目 51 个，累计开发面积近 2000 万平米，其中大部分由鑫苑股份提供物业服务，是公司物业管理项目主要来源。

图 1：公司股权结构及主要分支机构

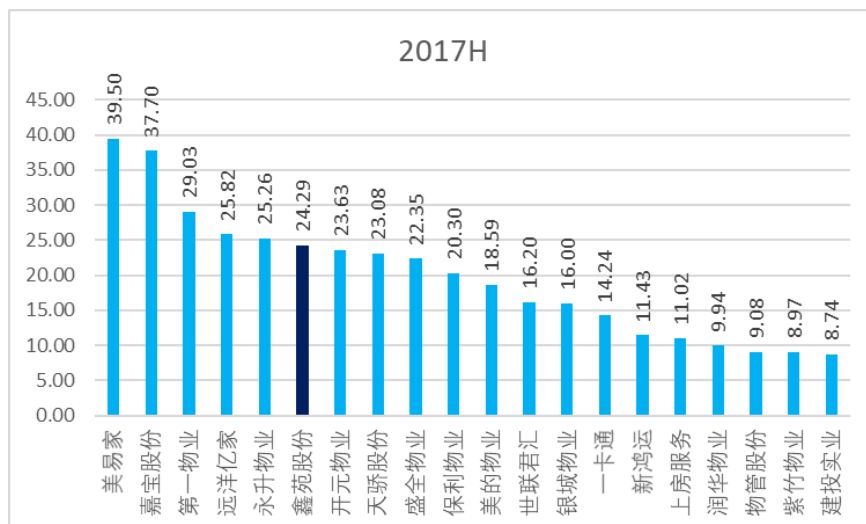


资料来源：公司公开转让说明书

3. 盈利能力还有提升空间

由于具有品牌优势和较低的人力成本，在新三板挂牌的前 20 家物业管理企业中，公司毛利率排在第 6 位，处于行业较高水平。

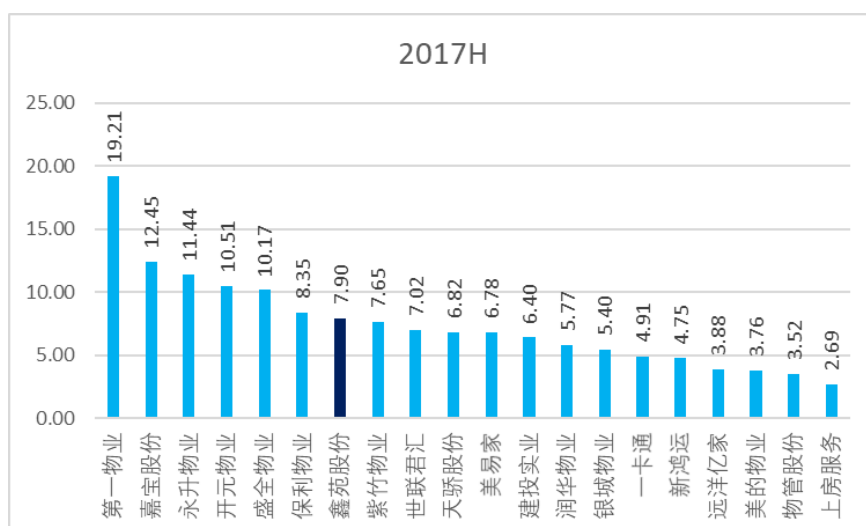
图 2：新三板挂牌 2016 年收入前 20 家物业公司毛利率（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

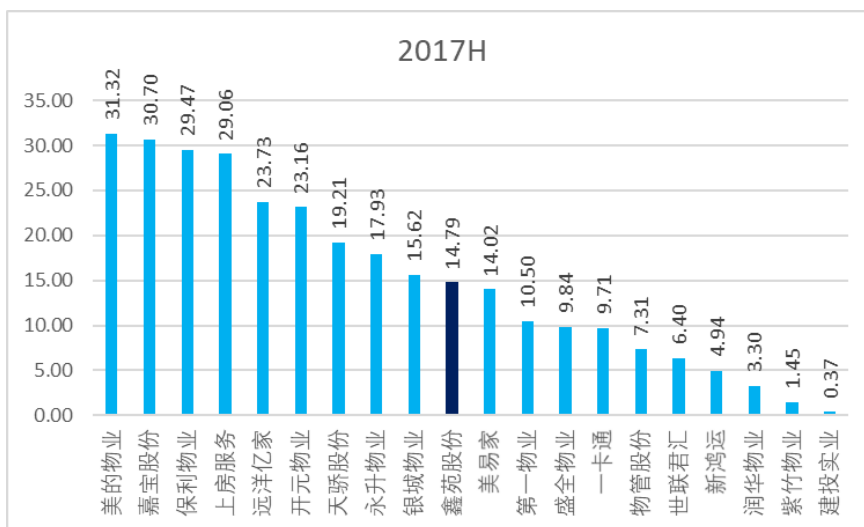
但在管理费用方面，公司管理费用率则高于行业平均水平，如果提升管理能力，加强管理费用控制，公司盈利能力还有一定提升空间。

图 3：新三板挂牌 2016 年收入前 20 家物业公司管理费用率（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：若管理水平提升公司 ROE 还有提升空间

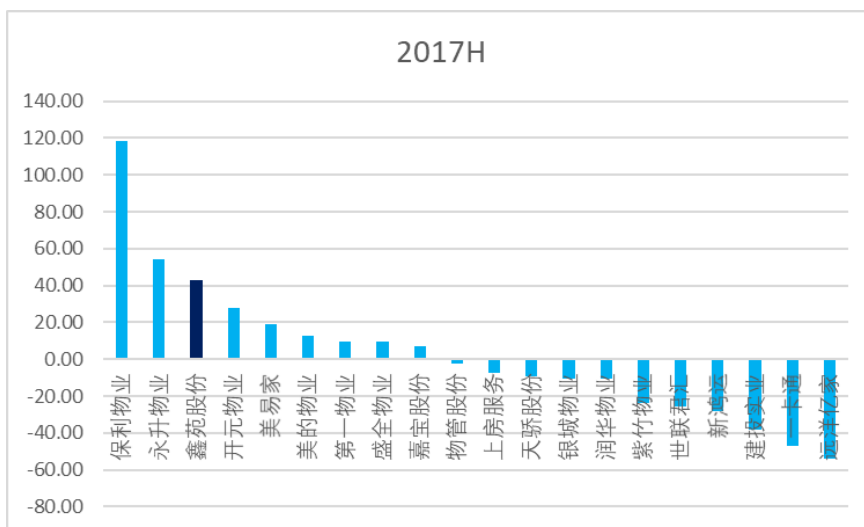


数据来源：wind，山西证券研究所

4. 现金流比较充裕

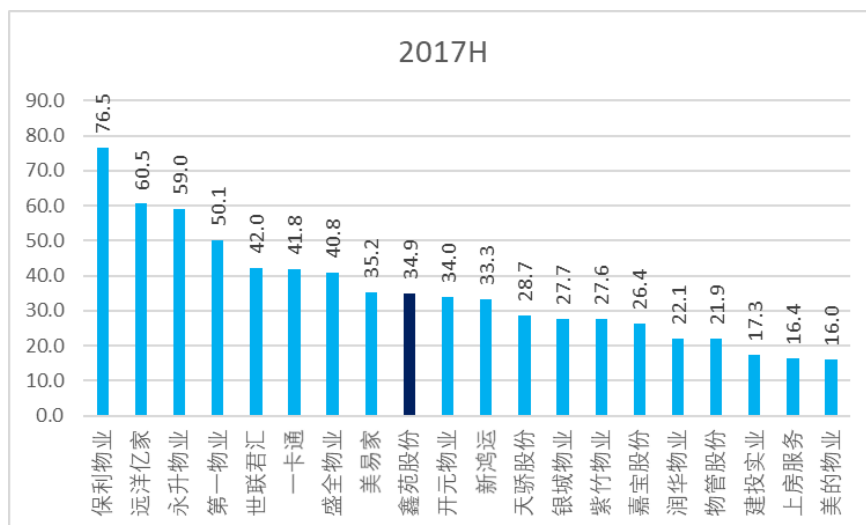
作为物业管理型公司，公司会预收客户的物业管理费用，而且住宅项目家庭业主交款方式主要是现金和刷卡，因此，公司的现金流比较充裕，在新三板前 20 家物业管理公司中，公司经营性净现金流仅次于保利物业和永升物业。

图 5：新三板前 20 家物业挂牌企业经营性净现金流比较



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：新三板前 20 家物业挂牌企业货币资金总资产占比



数据来源：wind，山西证券研究所

5. 公司盈利预测与估值分析

5.1. 行业估值比较

根据我们预测，公司 2017-2019 年净利润分别为 2438 万元、2612 万元、3116 万元，按最新股本折算，对应的每股收益分别为 0.49 元、0.52 元、0.62 元。

截止到 2017 年 9 月 28 日，新三板挂牌的 56 家物业管理公司中，有 15 家参与做市交易，扣除负值后，按最新做市价对应的 2017 年 EPS（中期业绩*2）对应的 PE 最大值为 73 倍，最小值为 3 倍，中值为 18 倍。

表 2：新三板挂牌物业管理类公司估值

公司	收盘价（2017-9-28）	EPS（2017）	PE2017
嘉宝股份	21.00	2.07	10
开元物业	22.35	1.22	18
美易家	102.57	3.32	31
新鸿运	12.02	0.64	19
美的物业	31.57	1.86	17
盛全物业	6.20	0.34	18

紫竹物业	20.40	0.28	73
润华物业	2.40	0.22	11
乐生活	5.00	-0.04	-125
东光股份	1.32	0.06	22
华仁物业	1.31	0.52	3
兴业源	3.12	-0.07	-44
索克物业	9.80	0.94	10
雅荷科技	2.10	0.54	4
花千墅	12.50	0.58	22

数据来源：wind，山西证券研究所

5.2. 公司投资评级

综合公司的行业地位、发展前景，再结合新三板市场物业管理类公司估值比较，我们认为公司估值给予 18 倍 PE 比较合理，2017 年业绩对应的股价为 8.82 元/股，给予“增持”评级。

6. 风险提示

6.1 . 利用闲置资金进行融产品投资风险

截止到 2017 年 6 月底，公司有 1.1 亿元可供出售金融资产，主要为公司利用闲置资金进行的金融产品投资，未来若出现大幅波动，可能会对公司经营造成一定风险。

6.2 . 市场竞争风险

尽管公司为国内知名物业管理企业，但近年来国内大部分大型房地产企业均加大了对旗下物业管理公司的支持，公司未来面临较大的市场竞争风险。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	162.70	224.18	254.01	269.26	296.18	331.72
增长率(%)	#DIV/0!	37.79%	13.31%	6.00%	10.00%	12.00%
归属母公司股东净利润	0.74	9.69	24.39	24.38	26.12	31.16
增长率(%)	#DIV/0!	1206.29%	151.79%	-0.03%	7.14%	19.31%
每股收益(EPS)	0.015	0.194	0.488	0.488	0.522	0.623
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.360	0.120	0.129	0.153
每股经营现金流	-7.692	0.767	11.591	-5.102	3.362	-2.306
销售毛利率	19.23%	20.82%	24.89%	24.20%	24.50%	24.80%
销售净利率	0.46%	4.32%	9.60%	9.05%	8.82%	9.39%
净资产收益率(ROE)	1.06%	12.19%	28.41%	23.39%	21.08%	21.14%
投入资本回报率(ROIC)	#DIV/0!	2.50%	12.43%	-48.21%	14.11%	39.61%
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(分红/股价)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!

报表预测

利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	162.70	224.18	254.01	269.26	296.18	331.72
减: 营业成本	131.42	177.51	190.80	204.10	223.62	249.46
营业税金及附加	9.06	12.34	7.32	1.62	1.78	1.99
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	15.25	20.31	23.21	24.60	27.06	30.31
财务费用	5.64	0.58	3.74	6.52	8.98	8.50
资产减值损失	-0.01	0.30	0.72	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	4.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1.35	13.14	32.46	32.43	34.75	41.47
加: 其他非经营损益	-0.13	-0.01	0.08	0.08	0.08	0.08
利润总额	1.22	13.14	32.54	32.51	34.83	41.55
减: 所得税	0.48	3.45	8.16	8.13	8.71	10.39
净利润	0.74	9.69	24.39	24.38	26.12	31.16
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	0.74	9.69	24.39	24.38	26.12	31.16
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	36.98	27.93	44.38	2.69	2.96	3.32
应收和预付款项	150.89	148.40	22.22	158.65	40.30	182.52
存货	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
其他流动资产	200.50	53.34	168.06	168.06	168.06	168.06
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3.62	3.82	3.99	3.09	2.18	1.27

无形资产和开发支出	0.27	0.44	0.36	0.30	0.25	0.19
其他非流动资产	200.00	353.80	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	592.38	587.87	239.15	332.93	213.89	355.49
短期借款	0.00	0.00	0.00	224.76	71.08	201.50
应付和预收款项	122.60	154.60	153.31	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
长期借款	353.80	158.36	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	46.20	195.44	0.00	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
负债合计	522.60	508.40	153.31	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
股本	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
资本公积	0.00	0.00	22.73	22.73	22.73	22.73
留存收益	19.78	29.47	13.11	31.49	51.18	74.67
归属母公司股东权益	69.78	79.47	85.84	104.22	123.91	147.41
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	69.78	79.47	85.84	104.22	123.91	147.41
负债和股东权益合计	592.38	587.87	239.15	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	-384.58	38.35	579.53	-255.08	168.11	-115.29
投资性现金净流量	-1.35	-1.53	-162.19	0.06	0.06	0.06
筹资性现金净流量	394.37	-46.28	-374.67	213.33	-167.90	115.58
现金流量净额	8.45	-9.45	42.67	-41.69	0.27	0.36

财务分析和估值指标汇总

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
收益率						
毛利率	19.23%	20.82%	24.89%	24.20%	24.50%	24.80%
三费/销售收入	12.84%	9.32%	10.61%	11.56%	12.17%	11.70%
EBIT/销售收入	0.75%	5.86%	13.89%	14.09%	14.39%	14.69%
EBITDA/销售收入	1.36%	6.37%	14.40%	14.45%	14.72%	14.98%
销售净利率	0.46%	4.32%	9.60%	9.05%	8.82%	9.39%
资产获利率						
ROE	1.06%	12.19%	28.41%	23.39%	21.08%	21.14%
ROA	0.21%	2.23%	14.75%	11.40%	19.93%	13.70%
ROIC	#DIV/0!	2.50%	12.43%	-48.21%	14.11%	39.61%
增长率						
销售收入增长率	#DIV/0!	37.79%	13.31%	6.00%	10.00%	12.00%
EBIT 增长率	#DIV/0!	975.85%	168.52%	7.58%	12.32%	14.31%
EBITDA 增长率	#DIV/0!	543.35%	156.03%	6.37%	12.02%	14.00%
净利润增长率	#DIV/0!	1206.29%	151.79%	-0.03%	7.14%	19.31%
总资产增长率	#DIV/0!	-0.76%	-59.32%	39.21%	-35.76%	66.21%
股东权益增长率	#DIV/0!	13.88%	8.03%	21.41%	18.89%	18.96%
经营营运资本增长率	#DIV/0!	-179.16%	56.65%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
资本结构						
资产负债率	88.22%	86.48%	64.10%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
投资资本/总资产	65.54%	36.09%	-24.63%	67.90%	43.05%	69.20%

带息债务/总负债	67.70%	31.15%	0.00%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
流动比率	2.30	0.66	1.53	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
速动比率	1.11	0.50	1.11	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
股利支付率	0.00%	0.00%	73.85%	24.62%	24.62%	24.62%
收益留存率	100.00%	100.00%	26.15%	75.38%	75.38%	75.38%
资产管理效率						
总资产周转率	0.27	0.38	1.06	0.81	1.38	0.93
固定资产周转率	44.92	58.65	63.61	87.26	135.98	261.08
应收账款周转率	17.98	9.29	17.40	10.18	15.84	10.41
存货周转率	966.32	1305.21	1402.92	1457.82	1597.26	1781.82
业绩和估值指标	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
EBIT	1.22	13.14	35.27	37.94	42.62	48.72
EBITDA	2.22	14.29	36.58	38.91	43.58	49.68
NOPLAT	0.87	9.69	26.36	28.40	31.90	36.48
净利润	0.74	9.69	24.39	24.38	26.12	31.16
EPS	0.015	0.194	0.488	0.488	0.522	0.623
BPS	1.396	1.589	1.717	2.084	2.478	2.948
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	0.00	0.00	N/A	N/A	N/A
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PCF	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBIT	260.83	10.10	-4.10	3.21	-0.75	2.02
EV/EBITDA	143.40	9.29	-3.96	3.13	-0.73	1.98
EV/NOPLAT	365.65	13.69	-5.49	4.29	-1.00	2.70
EV/IC	0.82	0.63	2.46	0.54	-0.35	0.40
ROIC-WACC	#DIV/0!	2.50%	12.43%	-53.49%	10.01%	35.26%
股息率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。